

# Neue Facetten der Kapitalmarktfinanzierung für Familienunternehmen



Prof. Dr. Wolfgang Blättchen ist geschäftsführender Gesellschafter der BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY GmbH in Leonberg  
Uwe Nespethal ist Partner der BLÄTTCHEN FINANCIAL ADVISORY GmbH in Leonberg

Dieser Beitrag zeigt Optionen für die Unternehmensfinanzierung über den öffentlichen Kapitalmarkt auf, die von Familienunternehmen in Anspruch genommen werden können.

Die Emission von Aktien oder Unternehmensanleihen steht dabei im Mittelpunkt und fordert vom Emittenten die Bereitschaft für den Schritt in die Öffentlichkeit („Going Public“).

## I. Einleitung

Unter Familienunternehmen fallen Gesellschaften, an denen ausschließlich oder mehrheitlich durch Verwandtschaft untereinander verbundene Personen beteiligt sind. Die Mehrzahl der Familienunternehmen, in denen die Persönlichkeit des Unternehmers eine starke Stellung einnimmt, besitzt mittelständischen Charakter. Mit der fortschreitenden Globalisierung und der damit verbundenen Liberalisierung der Märkte sehen sich vor allem mittelständische Familienunternehmen in den letzten Jahren mit einem beschleunigten strukturellen Wandel konfrontiert. Dieser Wandel in der Unternehmenslandschaft hat zugleich Konsequenzen für die Unternehmensfinanzierung. Es sind dauerhaft hohe Investitionen für Forschung und Entwicklung innovativer Produkte notwendig, um die Wettbewerbsfähigkeit zu sichern. Dies gilt auch für die Erschließung neuer Märkte und hat zur Konsequenz, dass diese Investitionstätigkeit oft mit hohen Risiken für das Unternehmen verbunden ist. Um dieses Finanzierungsrisiko auszugleichen, bedarf es u.a. einer ausreichenden Eigenkapitalausstattung. Für die Stärkung der Eigenkapitalbasis stehen prinzipiell zwei Wege offen: Zum einen kann die Erhöhung der Eigenkapitalausstattung aus dem Cashflow erfolgen, die allerdings nur

bis zu einem bestimmten begrenzten Umfang möglich ist. Zum anderen kann das Eigenkapital aus externen Quellen bezogen werden. Dazu stehen grundsätzlich Beteiligungsgesellschaften sowie der öffentliche Kapitalmarkt (Börse) zur Verfügung. Diese Eigenmittelbeschaffung über die Börse hat für Familienunternehmen eine lange Tradition, da vor allem sie in den 80er und 90er Jahren die Börsen als Finanzierungsoption in Anspruch genommen haben.<sup>1</sup> Die Motive für den Börsengang (Wachstumsfinanzierung, Erhöhung der Eigenkapitalquote, Steigerung des Bekanntheitsgrads, Erhöhung der Fungibilität der Anteile, Erleichterung der Nachfolgeregelung und Einführung von Mitarbeiterbeteiligungsmodellen) überwogen die Nachteile des Börsengangs (Stimmverlust, Publizitätsaufwand, damals bestehende Nachteile bei der Erbschaft- und Schenkungsteuer). Heute ist rund ein Viertel der größten 50 Familienunternehmen börsennotiert und ihr Umsatz stieg im Jahr 2012 dreimal so stark wie bei den nicht börsennotierten Gesellschaften.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Unter den 297 Börsenneulungen seit 1985 bis Ende 1998 befinden sich 154 Familienunternehmen, vgl. Wolfgang Blättchen: „Going Public von Familienunternehmen“ im FINANZBETRIEB 5/1999, S. 39.

<sup>2</sup> Vgl. Pressemitteilung des Institutes für Familienunternehmen e.V. (IFF) Stuttgart vom 13.06.2013

## INHALT

- I. Einleitung
- II. Going Public – Die Bereitschaft für den Schritt in die Öffentlichkeit
- III. Aktienemission – IPO
- IV. Anleiheemission – IBO
- V. Entscheidungsfindung bei Familienunternehmen
- VI. Fazit

## Keywords

Anleiheemissionen; Globalisierung; Familienunternehmen; Finanzierung; Kapitalmarkt; Mittelstand

Im Gegensatz zum Finanzierungsinstrument Eigenkapital war bis zum Jahr 2010 die Fremdkapitalaufnahme bei mittelständischen Familienunternehmen ausschließlich den Banken vorbehalten. Dieser deutsche „Hausbankweg“ hat seit dem Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2008/2009 gelitten. Die Bankenfinanzierung ist restriktiver geworden und der Unternehmer sieht sich gezwungen, seine Abhängigkeit von den Banken zu verringern. Seit Frühjahr 2010 gibt es die neu erschlossene Finanzierungsoption einer börsennotierten Unternehmensanleihe für mittelständische Emittenten. Bis zum 30.06.2013 wurde ein Emissionsvolumen von rd. 4,7 Mrd. € erreicht, das von 85 Unternehmen

platziert wurde. Der Großteil der Emittenten sind Familienunternehmen. Das durchschnittliche Anleihevolumen liegt bei ca. 50 Mio. € und die wesentliche Anlegerschaft bilden Privatanleger und Family Offices.<sup>3</sup> Für große Familienunternehmen existiert seit etwas mehr als zehn Jahren ein institutionell geprägter Anleihenmarkt, der Mindestvolumina je Anleihe in Höhe von 100 Mio. € im Fokus hat. Der Kapitalmarkt hat sich somit für Familienunternehmen aller Größenordnungen zu einem wichtigen Baustein in der Unternehmensfinanzierung für Eigen- und Fremdkapital entwickelt.

### II. Going Public – Die Bereitschaft für den Schritt in die Öffentlichkeit

Der Gang an den öffentlichen Kapitalmarkt bedeutet für Emittenten sich gegenüber einer breiten, anonymen Investorenschaft sowie Multiplikatoren (Presse, Analysten) zu öffnen. Für diesen Schritt an die Öffentlichkeit hat sich der Begriff „Going Public“ etabliert, der bis vor wenigen Jahren noch gleichbedeutend für den „IPO“ (Initial Public Offering) bzw. für den Gang an die Börse im Rahmen einer Eigenkapitalmaßnahme war. Mit der Gründung und Etablierung der börsenbetriebenen Mittelstandsanleihe-segmente im Jahr 2010 hat das „Going Public“ durch das Kürzel „IBO“ eine Erweiterung erfahren. IBO (Initial Bond Offering) steht für die erstmalige, öffentliche Anleiheplatzierung eines Emittenten, was bisher bei mittelständischen Unternehmensanleihen völlig unüblich war.<sup>4</sup> Während bei Aktienemissionen neben der Barkapitalerhöhung auch die Umlplatzierungsmöglichkeit der Altgesellschafter sowie die Schaffung einer Akquisitionswährung im Mittelpunkt stehen, ist die Mittelaufnahme bei einer Anleiheemission

wesentlicher Zweck. Die Entscheidung für oder gegen den Kapitalmarkt ist davon abhängig, ob sich die Unternehmensleitung dafür entscheidet, den Pflichten der Erstzulassung und den Folgepflichten des Kapitalmarkts nachzukommen. Dafür bekommt sie fungible Aktien bzw. bankenunabhängiges Fremdkapital und eine Erhöhung des Bekanntheitsgrades.

### III. Aktienemission – IPO

Ein „Going Public“ im Eigenkapitalbereich bedeutet für das Unternehmen grundsätzlich über eine unbegrenzte Zeit in der Öffentlichkeit zu stehen. Nur eine spätere Liquidation der Gesellschaft oder ein Delisting von der Börse beendet das „Being Public“. Der erstmalige Schritt an den öffentlichen Eigenkapitalmarkt hat sich im letzten Jahrzehnt insbesondere in Deutschland aufgrund der aufgetretenen Krisen (Dot.com-, Finanzmarkt-, Eurokrise) und damit einhergehenden volatilen Aktienmärkten erschwert. Die Zeitfenster haben sich deutlich verkürzt und die Investoren sind merklich zurückhaltender gegenüber Neuemissionen geworden. Hinzu kommt, dass sich Privatanleger kaum noch unter den Erstzeichnern finden und nur noch wenige institutionelle Investoren den Markt dominieren. Die klassische Form der Börseneinführung, bei der nach der Prospektbilligung eine bis zu zweiwöchige öffentliche Zeichnungsfrist stattfindet, hat es unter diesen Rahmenbedingungen schwer. Das Risiko, in eine Phase größerer Marktverwerfungen während der Zeichnungsphase zu geraten, ist hoch. Im Jahre 2012 waren es zehn Emittenten mit einem Volumen von insgesamt rd. 2,1 Mrd. €, die diesen klassischen IPO-Weg mehr oder weniger erfolgreich absolvieren konnten. Davon entfallen jedoch nahezu 95 % auf die beiden Emittenten Talanx und Telefonica Deutschland (O2).<sup>5</sup> Um das Marktrisiko während der öffentlichen

Zeichnungsphase zu entschärfen, haben sich in der Praxis Emissionstechniken wie das „IPO-Light“ etabliert, die die Platzierung mehr zu einer Privatveranstaltung werden lassen. Beim „IPO-Light“ erfolgt zunächst die Aktienemission durch eine Privatplatzierung an ausgewählte Investoren. Anschließend werden die Aktien in den öffentlichen Handel einer Börse mit paralleler Veröffentlichung eines Wertpapierprospektes einbezogen. Nach dem Listing können weitere Kapitalmaßnahmen über die Börse vorbereitet werden. Diesen „Weg über die Hintertür“ ging im April 2013 die Evonik Industries AG, nachdem im Jahr zuvor der klassische IPO scheiterte.

Eine aufwändigere Form des Going Public ist die mehrheitliche Übernahme eines börsennotierten Vehikels durch Sacheinlage bzw. Verschmelzung durch ein nicht börsennotiertes Unternehmen, das so zur Public-Company wird. Dieses sogenannte „Cold IPO“ ist aufgrund der gesellschaftsrechtlichen Komplexität sehr aufwändig und daher in der Praxis auch selten zu finden (Carl Zeiss Meditec AG).<sup>6</sup> Eine andere ebenfalls komplexe Form ist die der Abspaltung, wie sie im Juli 2013 von Siemens bzw. OSRAM durchgeführt wurde.<sup>7</sup> Dabei wird eine Tochtergesellschaft (OSRAM) einer bereits börsennotierten Mutter (Siemens) abgespalten, bei der die Aktionäre der Muttergesellschaft neue Aktien der Tochter erhalten. Diese neuen Aktien werden mit der Wirksamkeit der Abspaltung an der Börse zum Handel zugelassen.

Wie eingangs erwähnt, spielten Familienunternehmen im deutschen IPO-Markt vor allem in den 80er und 90er Jahren eine bedeutende Rolle. Im Zeitabschnitt 1985 bis 1998 lag der Anteil

<sup>3</sup> Quelle: Blättchen Financial Advisory Datenbank

<sup>4</sup> Vgl. Blättchen/Nespethal: „Anleiheemission mittelständischer Unternehmen“ in Corporate Finance Biz 08/2010

<sup>5</sup> Quelle: Blättchen Financial Advisory Datenbank

<sup>6</sup> Siehe dazu ausführlich: Blättchen/Nespethal: „Wege zur Erlangung der Börsennotierung: IPO und Cold IPO“ in Ganzheitliches Corporate Finance Management: Konzept, Anwendungsfelder, Praxisbeispiele; Gabler Verlag; S. 587–603

<sup>7</sup> Notierungsaufnahme im Prime Standard für Aktien erfolgte am 08.07.2013 zu einem Ausgabekurs von 24,- Euro

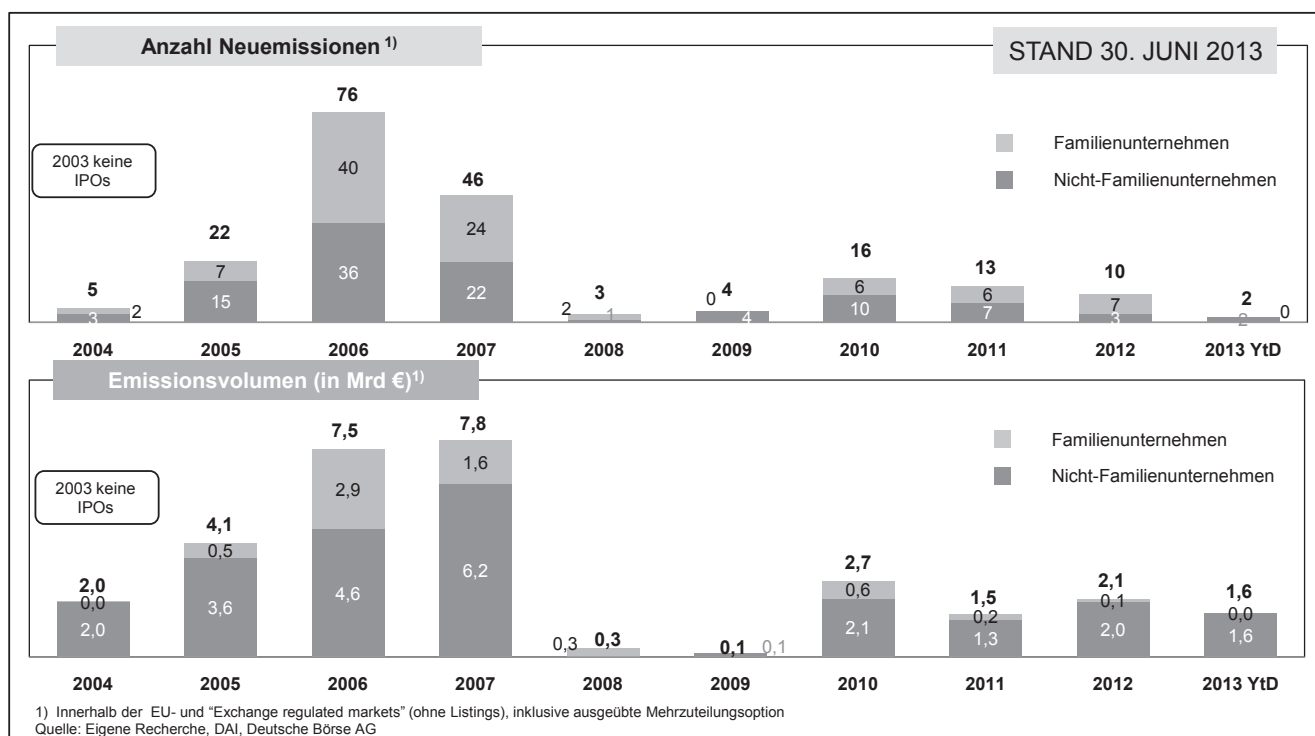


Abb. 1: Bedeutung von Familienunternehmen am deutschen IPO-Markt

der Familienunternehmen unter den Neuemissionen bei rd. 52 %.<sup>8</sup> Wie aber sieht deren Stellenwert in den letzten zehn Jahren aus? In den Jahren zwischen 2003 und 2013<sup>9</sup> haben an den deutschen Börsen 94 Familienunternehmen erstmalig Aktien mit einem Gesamtvolumen von 6,4 Mrd. € platziert. Dies entspricht einem Anteil von 48 % (bezogen auf die Anzahl) bzw. 21 % (bezogen auf das Emissionsvolumen) am gesamten IPO-Markt (siehe Abbildung 1). Somit ist weiterhin fast jeder zweite Emittent ein Familienunternehmen! Im Schnitt erzielten die familiengeführten Gesellschaften einen Umsatz im Geschäftsjahr vor dem IPO von 100,0 Mio. €. Im Median liegt dieser Wert bei nur 24,2 Mio. €, d.h. die Mehrzahl der Emittenten besitzen Umsatzgrößen deutlich unter 100 Mio. € (siehe Abbildung 2). Sämtliche Unternehmen wiesen im Geschäftsjahr vor dem Schritt an den Kapitalmarkt ein positives Nettoergebnis aus (Mittelwert: 7,3 Mio. €;

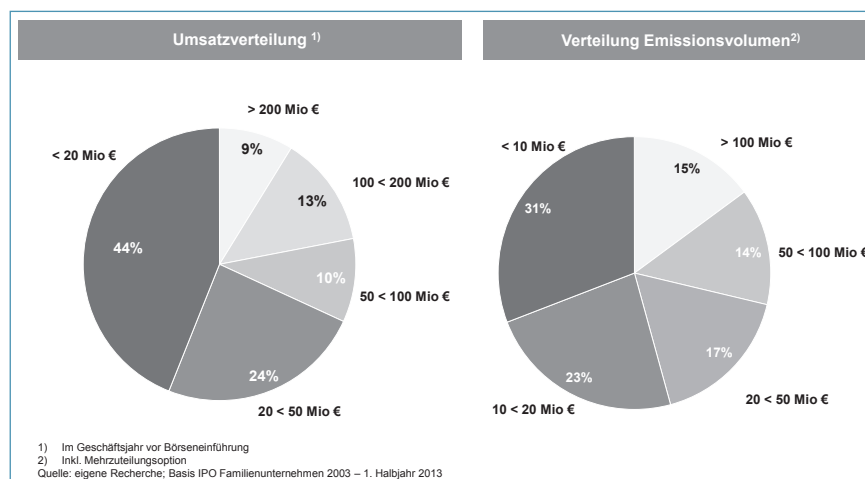


Abb. 2: Typus der IPO-Familienunternehmen 2003–2013

Median: 2,0 Mio. €). Mit anderen Worten: Eigenkapitalinvestoren verlangen vom Börsenkandidaten ein nachweisbares profitables Geschäftsmodell. Das durchschnittliche Emissionsvolumen beträgt 67,8 Mio. € bzw. im Median 18,6 Mio. €. Ca. 47 % des Emissionserlöses (in Summe 3,0 Mrd. €) flossen den Familienunternehmen als Barkapitalerhöhung zu. 53 % des Platzierungserlöses oder 3,4 Mrd. € gingen an die Altgesellschafter. Somit nutzten die Inhaber der Familienunternehmen den Bör-

sengang zur Vermögensdiversifikation. Dennoch behalten die Familien auch nach dem IPO die Mehrheit am Unternehmen. Im Schnitt reduzierten sich deren Anteile von 86,0 % vor dem Börsengang auf 58,9 % zum IPO. Die Barkapitalerhöhung aus dem Gang an die Börse führte dazu, dass die Eigenkapitalquote im Mittelwert von 37,7 % (Median 31,5 %) auf 63,1 % (Median 65,2 %) stieg. Bei der Wahl des Börsensegments entschieden sich jeweils genau 50 % der Emittenten sowohl für den Freiverkehr

<sup>8</sup> Vgl. Wolfgang Blättchen: „Going Public von Familienunternehmen“ im FINANZBETRIEB 5/1999, S. 39

<sup>9</sup> Bis zum 30.06.2013

bzw. dem Freiverkehr zugehörige Transparenzsegmente (Entry Standard, m:access) als auch für die regulierten Märkte (General Standard, Prime Standard).<sup>10</sup>

## IV. Anleiheemission – IBO

Das Going Public im Fremdkapitalbereich in Form einer öffentlichen Anleiheplatzierung steckt im Vergleich zur Eigenkapitalemission noch in den Kinderschuhen. In diesem Markt gilt es grundsätzlich zwischen der „institutionellen Anleihe“ und der sogenannten Mittelstandsanleihe zu unterscheiden. Die institutionelle Anleihewelt, in der in erster Linie große nationale und internationale Fonds, Versicherungen etc. die Schlüsselinvestoren bilden und ausschließlich von Banken geführt wird, ist grundsätzlich für Emittenten mit einem Volumen ab 100 Mio. € zugänglich. Dieser Markt hat einen historisch gewachsenen „Closed-Shop“-Charakter, in der sich die öffentlichen Börsen schwertun, eine bedeutende Rolle im Primär- und Sekundärmarktgeschäft einzunehmen.<sup>11</sup> Während das Aktienprimärmarktgeschäft sowohl bei großen Emissionen wie auch im Mittelstand 2012 darniederlag, hat sich der institutionelle Corporate Bond Markt hervorragend entwickelt. So platzierten im gesamten Jahr 2012 41 Unternehmen mit 229 Anleiheemissionen einen Betrag von 75 Mrd. €. Im ersten Halbjahr 2013 sind bereits 107 Emissionen mit einem Gesamtvolumen von 39,7 Mrd. € platziert worden. Die High-Yield-Quote, die im Jahre 2012 bei 10 % lag, liegt mit 15 % im ersten Halbjahr 2013 sogar über dem Jahresdurchschnitt.<sup>12</sup> Die großen Daueremittenten sind in letzter Zeit die Automobilhersteller, die für mehr als 50 % des Gesamtmarktes sorgen und das Niedrigzinsniveau nutzen,

um Fremdkapital äußerst billig langfristig aufzunehmen.<sup>13</sup> Während die Listingbörse Luxemburg dieses OTC-Geschäftsfeld<sup>14</sup> dominiert, hat sich im kleineren Bereich unter 100 Mio. € die Mittelstandsanleihe an den deutschen Börsen etabliert. Auch für große Familienunternehmen steht dieser Finanzierungsweg offen. So treten Unternehmen wie Schaeffler, Otto, Peri, Bosch, Voigt oder Hella regelmäßig am Anleihenmarkt auf. Die Gründung des „Prime Standard für Unternehmensanleihen“ an der Frankfurter Börse ist ein erster Versuch, dieses Segment für eine breitere Investorengruppe zu öffnen,<sup>15</sup> worauf in Folge noch eingegangen wird.

Die Welt der börsennotierten Mittelstandsanleihen ist im Gegensatz zur institutionellen Anleihe sehr auf die Gewinnung von Privatanlegern und kleineren Vermögensverwaltern fokussiert. Hier konnten auch die Börsen eine zentrale Funktion im Primär- und Sekundärmarkt einnehmen. Nahezu alle deutschen Regionalbörsen bieten für Emittenten von Mittelstandsanleihen ein eigenes Segment innerhalb des Freiverkehrs an, die die Veröffentlichung eines gebilligten Wertpapierprospektes und weitere Publizitätsfolgepflichten voraussetzen.<sup>16</sup> Seit dem Start der ersten Initiative durch die Stuttgarter Börse im Frühjahr 2010 sind bis dato 101 Anleihen mit einem Gesamtvolumen von rd. 4,7 Mrd. € platziert worden. Entscheidend für die Aufnahmefähigkeit des Marktes für Corporate Bond sind die Entwicklungen der Risikoprämien, gemessen am ITRAXX Europe

Crossover Index.<sup>17</sup> Seit dem Sommer 2012 haben sich die Risikoprämien stabil nach unten entwickelt, die zu einer deutlichen Belebung der Emissionstätigkeit geführt haben.

Der typische Emittent einer Mittelstandsanleihe erzielte im Geschäftsjahr vor der Emission einen mittleren Umsatz von 259,8 Mio. € (Median 94,4 Mio. €) bei einem mittleren EBITDA von 19,0 Mio. € bzw. 8,4 Mio. € (Median). Die durchschnittliche Eigenkapitalquote der Emittenten liegt vor der Emission bei 29,4 % (Median 27,9 %). Das mittlere Anleihevolumen beträgt 46,6 Mio. € (Median 30,0 Mio. €) und im Schnitt wird ein Kupon von 7,43 % (Median 7,25 %) bei einer mittleren Laufzeit von fünf Jahren bezahlt. Von den 101 Emissionen haben 41 Anleihen bzw. Emittenten die Note „Investment-Grade“ und 48 die Note „Non-Investment-Grade“ zum Zeitpunkt der Begebung seitens der Ratingagentur erhalten. 12 Emissionen bzw. Emittenten weisen kein Rating auf. Als einmalige Kosten für die Platzierung der Anleihe wurden im Schnitt 4,5 % in den Wertpapierprospekten genannt.<sup>18</sup>

Konsumwerte wie Modeunternehmen oder Lebensmittelhersteller, die einen hohen öffentlichen Bekanntheitsgrad durch ein B2C-Geschäft besitzen, bilden mit 31 % die größte Gruppe der Anleiheemittenten. Immobiliengesellschaften, Maschinen- und Anlagenbauer, allgemeine Technologieunternehmen, erneuerbare Energiewerte sowie B2B-Handelsunternehmen sind nahezu gleich verteilt (siehe Abbildung 3). 65 Unternehmen bzw. 76 % sämtlicher Mittelstandsanleihen-Emittenten können als Familienunternehmen eingestuft werden und zählen somit zu den größten Interessenten dieses Finanzierungsinstrumentes. 66 % der Gesellschaften betreten

10 Quelle: Blättchen Financial Advisory Datenbank

11 Vgl. auch Blättchen/Nespethal: „Wichtiger Pfeiler der Finanzierung – der Corporate Bond Markt – ein Überblick“ in Going Public Special „Anleihen 2013“

12 Quelle: Thomson Financial Datenbank, eigene Recherche

13 Vgl. Nespethal/Blättchen: „Home Run – Die potenzielle Zielgruppe für den Prime Standard für Unternehmensanleihen“ in Going Public Special „Anleihen 2012“; S. 36–37

14 OTC-Handel: „over the counter“ Handel, d.h. nicht börsenregulierter Handel, in der Regel Interbankengeschäft

15 Siehe auch Blättchen/Nespethal: „Prime Standard für Unternehmensanleihen: Ein Börsensegment für institutionelle Anleiheemittenten mit Privatanlegerbezug“, FuS 04/2012

16 Vorstellung der einzelnen Börsensegmente siehe auch Blättchen/Nespethal: „Aktuelle Probleme und Lösungsansätze bei der Finanzierung von Familienunternehmen“ in Familienunternehmen und Stiftungen, FuS 03/2011

17 iTraxx-Europe-Crossover-Index für fünf Jahre beschreibt die Risikoprämie von liquiden europäischen Non-Investment-Grade-Anleihen mit einer Laufzeit von fünf Jahren

18 Quelle: Blättchen Financial Advisory Datenbank

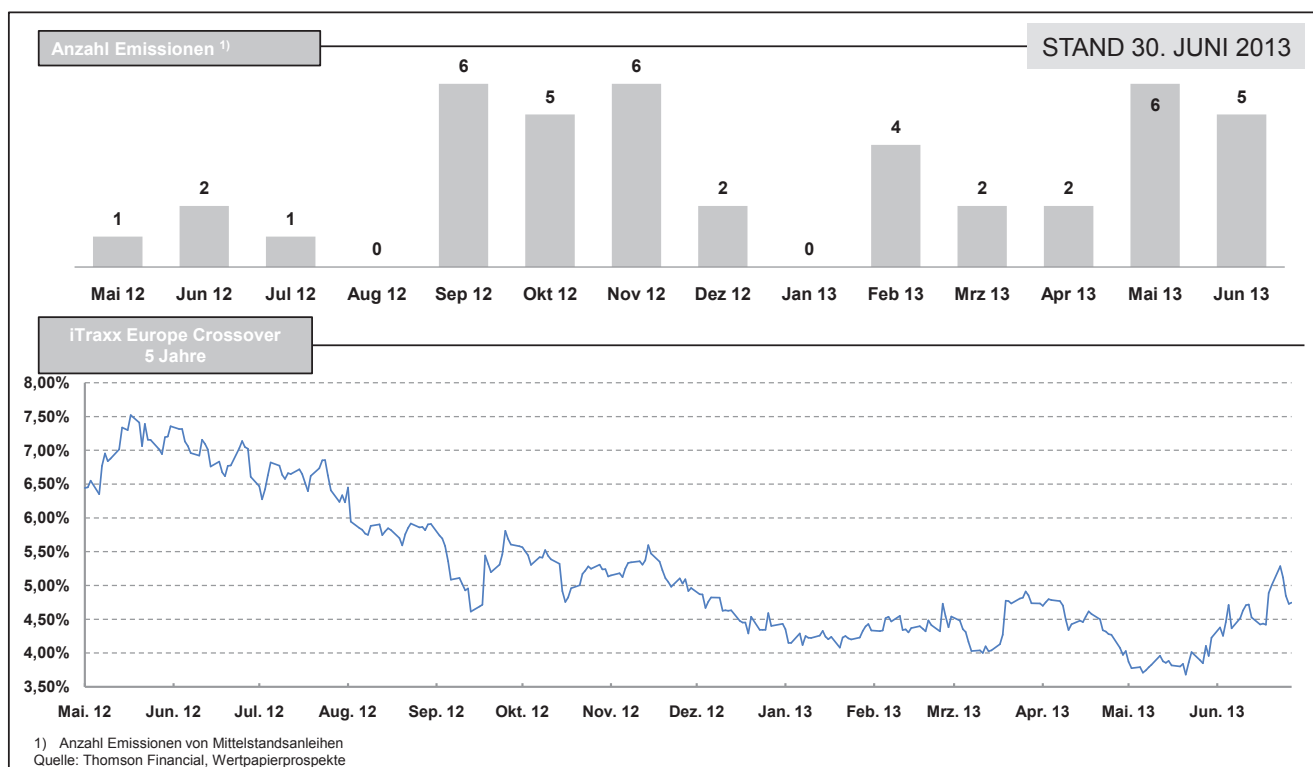


Abb. 3: Risiko-Spread vs. Emissionstätigkeit

mit der Anleihe das erste Mal den öffentlichen Kapitalmarkt. Die restlichen 34 % der Emittenten hatten ihre Aktien zum Zeitpunkt ihrer Anleihebegebung an einer Börse gelistet. Als Rechtsform wurde von 46 % der Unternehmen die Aktiengesellschaft, von 38 % die GmbH und von 9 % die Personengesellschaft („GmbH & Co. KG“) gewählt. 7 % der Emittenten hatten eine ausländische Rechtsform oder die eines Vereines.<sup>19</sup>

Bei der Platzierung von Mittelstandsanleihen haben sich zwei Emissionstechniken in der Praxis etabliert: Zum einen existiert die „eigenführte Emission“, bei der der Emittent allein die Platzierung steuert. Zum anderen ist die „fremdgeführte Emission“ zu finden, bei der eine Bank oder ein mandatiertes Bankenkonsortium die Platzierung verantwortet. Sollte die Bank die Platzierungsverantwortung übernehmen, so begrenzt sie jedoch ihr Platzierungsrisiko durch einen

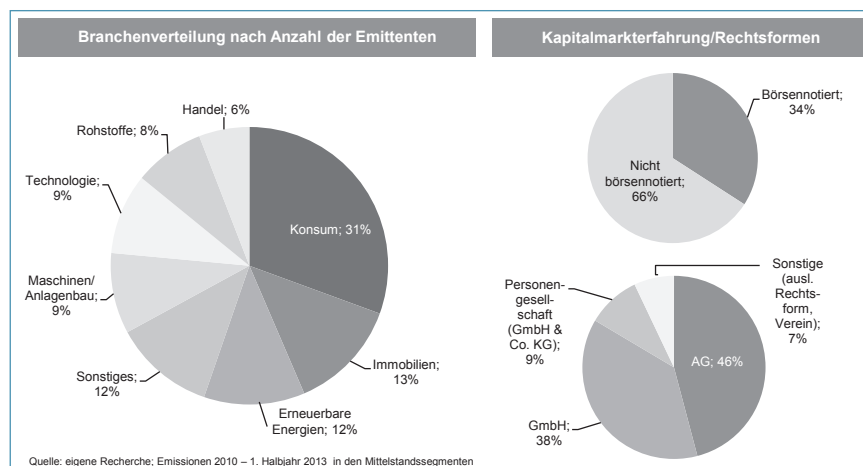


Abb. 4: Emittententypus der Mittelstandsanleihen

sogenannten „best efforts Übernahmevertrag“, der die Übernahmeverpflichtung auf das tatsächlich platzierte Volumen beschränkt. Zudem sind weitreichende Dokumentationen (Legal Opinion, Comfort Letter) der emissionsführenden Bank zu liefern, die in erster Linie Enthäftungsdokumentationen für sie darstellen. Welche der beiden Emissionsformen für die Emittenten am geeignetsten ist, hängt u.a. von der gewünschten Investorenstruktur oder von der Wahl des Börsenplatzes ab. Außer der

Börse in Frankfurt kann an den sonstigen Börsenplätzen die Anleihe ohne Emissionsbank notiert werden. Daher dominieren an der Frankfurter Börse auch die bankengeführte Platzierung und in Stuttgart die emittentengeführte Emission. Zudem übernimmt die Börse selbst bei Emission eine wichtige Platzierungsfunktion, indem sie eine Zeichnungsfunktionalität zur Verfügung stellt, bei der über die angeschlossenen handelsteilnehmenden Banken vor allem Privatanleger Zeichnungsbefehle stellen können.

<sup>19</sup> Zu den „Sonstigen“ zählen: FC Gelsenkirchen-Schalke 04 e.V., Air Berlin PLC, Enterprise Holdings Limited, 3W Power Holdings S.A., Metalcorp Group B.V.



Durchschnittlich liegt die Platzierungsquote über den Börsenkanal bei 33 % (Median 31 %).<sup>20</sup> In beiden Fällen ist der Emittent noch alleiniger Prospektunterzeichner. Inwieweit künftig die emissionsbegleitenden Banken in einer fremdgeführten Emission ebenfalls als Prospektunterzeichner mit einbezogen werden, hängt von der Verhandlungsstärke der Emittenten ab. Bei Aktienemissionen im Entry Standard ist die Prospektmitunterzeichnung der Bank üblich.

Vor allem kleineren und mittelgroßen Unternehmern steht im Fremdkapitalbereich eine mittelstandsfreundliche Welt zur Verfügung. Sie können weiterhin nach HGB bilanzieren, es ist nur ein Halbjahresabschluss innerhalb von drei Monaten erforderlich und die Rechtsformabhängigkeit kommt ihnen sehr entgegen. Die Anleihebedingungen, die sich als Standards herausgebildet haben (in der Regel unbesichert, Change of Control, Gleichrangigkeit gegenüber Kapitalmarktinstrumenten, Drittverzugsklausel) sind im Vergleich zu den Forderungen an große Bankkredite akzeptabel und machen diese Alternative attraktiv.<sup>21</sup>

Für Unternehmen, die sich am institutionellen Anleiheemissionsmarkt orientieren und größere Volumina über 100 Mio. € emittieren wollen, steht in Frankfurt seit Herbst 2012 der „Prime Standard für Unternehmensanleihen“ offen. Das Segment unterscheidet sich vom klassischen, syndizierten Emissionsplatzierungsprozess einer Eigenkapitalemission nur durch den sogenannten „Retail Subscription Service“.<sup>22</sup> Die grundsätzlichen Dokumentationsanforde-

rungen in diesem Segment sind der Wertpapierprospekt, Due Diligence Reports, Legal Opinions, Comfort Letter/Disclosure Opinion und der sogenannte Übernahmevertrag, wie er im IPO-Emissionsgeschäft ebenfalls üblich ist.<sup>23</sup> Am 30.06.2013 notieren im Prime Standard für Unternehmensanleihen sieben Anleihen von fünf Emittenten.<sup>24</sup>

### V. Entscheidungsfindung bei Familienunternehmen

Das Going Public ist heute facettenreicher. Dem Familienunternehmen stehen neue Möglichkeiten zur Verfügung, um an den Kapitalmarkt zu gelangen. Grundsätzlich ist zu untersuchen, ob Fremd- oder Eigenkapital notwendig ist und in welcher Reihenfolge das jeweilige Instrument zugeführt werden soll. Im Fremdkapitalbereich ist das „Being Public“ i.d.R. auf das Laufzeitende der Anleihe begrenzt. Beim Eigenkapital besteht die Öffentlichkeitspräsenz theoretisch für einen unendlichen Zeitraum. Entscheidend ist, dass die geforderten Publizitätsanforderungen, die der Emittent liefern muss, auch geliefert werden können. Dem Emittenten muss zudem der erhebliche Unterschied zwischen Fremd- und Eigenkapital bewusst sein, um nicht später eine böse Überraschung in der Fristigkeit der Finanzierung und der Solvenz zu erleben. Zudem ist das Kapitalmarktgeschäft insbesondere für Aktien sehr zyklisch. Die Zeitfenster sind nur kurzfristig offen, was zu den beschriebenen Platzierungsalternativen geführt hat. Für den Bondmarkt sind die Zeitfenster größer und hängen von der Entwicklung der Risiko-Spreads ab. Sowohl im Kapitalmarkt für Eigen- wie auch

für Fremdkapital spielt die Kapitalmarktfähigkeit des Emittenten eine entscheidende Rolle.

Während die Kerninvestoren für den Eigenkapitalmarkt heute in erster Linie internationale und institutionelle Investoren sind, haben Privatanleger bei Fremdemissionen im Eigenkapital nur noch eine geringe Quote. Im Fremdkapitalmarkt sind Privatanleger bzw. kleinere institutionelle Investoren oder Family Offices bei Mittelstandsanleihen sowohl für die Platzierung wie auch für den Sekundärmarkt entscheidend. Das neue Angebot „Prime Standard für Unternehmensanleihen“ als Zwischenform eines institutionellen Primär- und privaten Sekundärmarkts für Emittenten mit aktivem Retailbezug ist gegenüber den etablierten aber intransparenteren Anleihen-OTC Markt neu. Für mittelständische Emittenten, die diese Instrumente komplementär anbieten, verbessert sich die Liquidität beider Finanzierungsinstrumente.

### IV. Fazit

Wenn sich der Familienunternehmer für den Kapitalmarkt entschieden hat, stellt sich die Frage, welcher Schritt zuerst gemacht werden soll:

- I. Zuerst Fremdkapital, weil der Schritt einfacher ist und rückgängig gemacht werden kann und die Einstands- und Folgepflichten mittelstandsfreundlicher sind oder
- II. Zuerst Eigenkapital, weil dies die Bedingungen für die Fremdkapitalaufnahme verbessert. Die Eigenkapitalquote hat einen direkten Einfluss auf das Rating und damit auf die Finanzierungskosten.

Auf alle Fälle verändert sich die Unternehmenskultur. Die derzeitigen Entwicklungen zeigen, dass die Vorteile eines kapitalmarktfähigen Unternehmens mittlerweile auch Familiengesellschaften überzeugen können.

20 Zeichnungsanteil des tatsächlich platzierten Volumens nach Beendigung der Zeichnungsfrist über die Zeichnungsfunktionalität der Börsen; Quelle: Blättchen Financial Advisory Datenbank.

21 Einen Überblick zu den Anleihebedingungen siehe auch Blättchen/Nespethal: Aktuelle Probleme und Lösungsansätze bei der Finanzierung von Familienunternehmen, FuS 03/2011 und Eigenemission, FuS 4/2011.

22 „Retail Subscription Service“: Zeichnungsfunktionalität der DBAG, über die vor allem Privatanleger Emissionen zeichnen können

23 Eine ausführliche Darstellung des Prime Standard für Unternehmensanleihen ist zu finden in: Blättchen/Nespethal: Prime Standard für Unternehmensanleihen: Ein Börsensegment für institutionelle Anleiheemittenten mit Privatanlegerbezug, FuS 04/2012

24 Stand 12.07.2013 (Rickmers Holding GmbH & Cie. KG, Deutsche Börse AG, SAF Holland S.A., DIC Asset AG, MTU Aero Engines Holding AG)